

DETALHES EXTRAVIADOS E AUSÊNCIAS CONSPÍCUAS: DO *TREATISE* À *GENERAL THEORY*

Antonio Carlos Macedo e Silva
Professor do Instituto de Economia – UNICAMP

Resumo

O objetivo desse texto é explicitar e interpretar algumas das hipóteses simplificadoras adotadas por Keynes para explicar, na *General Theory of Employment, Interest and Money*, a preferência pela liquidez, a taxa de juros, a decisão de aplicar e o volume de investimento. O item I sublinha a existência de importantes linhas de continuidade entre o *Treatise on Money* e a *General Theory*. O item II sugere uma interpretação para o “extravio” de certos “detalhes monetários” presentes no *Treatise* quando, na *General Theory*, Keynes discute a preferência pela liquidez e a determinação “da” taxa de juros. O item III discute o “modelo” simplificado por meio do qual, na *General Theory*, Keynes estuda – sem permitir uma presença efetiva do crédito e das instituições financeiras – a determinação do investimento agregado. É sugerido que esse modelo *parcial e particular* deve ser compreendido como parte de uma teoria e de uma visão muito mais amplas. Segue-se uma breve conclusão, que reafirma a centralidade, para uma teoria verdadeiramente geral, tanto do *Treatise* quanto dos escritos de Keynes posteriores à *General Theory*.

Palavras-chave: teoria macroeconômica; história do pensamento econômico; economia keynesiana.

JEL-codes: B22, E12

Área Anpec 1

Abstract

This paper aims at presenting and interpreting some of the many simplifying assumptions adopted by Keynes to explain, in *The General Theory of Employment, Interest and Money*, liquidity preference, interest rate, portfolio decisions, and volume of investment. Part I stresses the existence of important lines of continuity between the *Treatise* and the *General Theory*. Part II suggests an interpretation of the fact that, in the *General Theory*, while discussing liquidity preference and the determination of “the” interest rate, Keynes parted with certain “monetary details” he had elaborated in the *Treatise*. Part III discusses the simplified “model” through which, in the *General Theory*, Keynes discusses – without allowing an effective presence of credit and financial institutions – the determination of aggregate investment. It is suggested that this *partial and particular* model should be understood as part of a wider theory and a much wider vision. A brief conclusion follows, in which the centrality for a truly general theory of the *Treatise* and of Keynes’s writings after the *General Theory* is reaffirmed.

Keywords: Macroeconomic theory; history of economic thought; Keynesian economics.

JEL-codes: B22, E12

Anpec Area 1

Detalhes extraviados e ausências conspícuas: do *Treatise* à *General Theory*

Antonio Carlos Macedo e Silva¹

Resumo

O objetivo desse texto é explicitar e interpretar algumas das hipóteses simplificadoras adotadas por Keynes para explicar, na *General Theory of Employment, Interest and Money*, a preferência pela liquidez, a taxa de juros, a decisão de aplicar e o volume de investimento. O item I sublinha a existência de importantes linhas de continuidade entre o *Treatise on Money* e a *General Theory*. O item II sugere uma interpretação para o “extravio” de certos “detalhes monetários” presentes no *Treatise* quando, na *General Theory*, Keynes discute a preferência pela liquidez e a determinação “da” taxa de juros. O item III discute o “modelo” simplificado por meio do qual, na *General Theory*, Keynes estuda – sem permitir uma presença efetiva do crédito e das instituições financeiras – a determinação do investimento agregado. É sugerido que esse modelo *parcial e particular* deve ser compreendido como parte de uma teoria e de uma visão muito mais amplas. Segue-se uma breve conclusão, que reafirma a centralidade, para uma teoria verdadeiramente geral, tanto do *Treatise* quanto dos escritos de Keynes posteriores à *General Theory*.

Palavras-chave: teoria macroeconômica; história do pensamento econômico; economia keynesiana.

JEL-codes: B22, E12

I

Estudiosos da retórica conhecem por *capitatio benevolentiae* o recurso por meio do qual o orador, ao exprimir (ou afetar) modéstia, procura granjear a simpatia de seus ouvintes. No prefácio ao *Treatise on Money*, porém, a severidade da autocrítica vai muito além do mero artifício.² Com surpreendente franqueza, Keynes declara-se “agudamente consciente” dos defeitos de seu livro, descrito como um composto mal-acabado (“*a collection of material rather than a finished work*”, V: xvii),³ pouco harmonioso e um tanto prolixo. Já no prefácio original à *General Theory*, não há praticamente qualquer traço desse recurso.⁴ Pode-se quase visualizar o esforço de Keynes para conter sua enorme (e justificada) satisfação com a nova obra e não proclamar (como o fizera em correspondência com Bernard Shaw) que ela viera para “revolucionar em larga escala (...) o modo pelo qual o mundo pensa sobre problemas econômicos” (XIII: 492). De toda forma, Keynes não se furta ao título ousado, bem como a alertar o leitor para o caráter controverso de sua contribuição. As altas expectativas quanto ao novo trabalho, bem como sua oposição à economia ortodoxa, são realçadas por nova autocrítica do *Treatise*:

“When I began to write my *Treatise on Money* I was still moving along the traditional lines of regarding the influence of money as something so to speak separate from the general theory of supply and demand (...) my lack of emancipation from preconceived ideas showed itself in what now seems to me to be the outstanding fault of the theoretical parts of that work (namely, Books III and IV) (...) This book, on the other hand, has evolved into what is primarily a study of the forces which determine changes in the scale of output and employment as a whole; and, whilst it is found that money

¹ Professor do Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas (São Paulo, Brasil), macedo@eco.unicamp.br. Agradeço a leitura atilada e as recomendações prudentiais de Adriana Nunes Ferreira. Meus agradecimentos também a André L. Cabral de Lourenço, Carlos A. Vidotto e Claudio H. dos Santos.

² Atesta-o carta escrita por Keynes a seus pais, em que, a dias da publicação do livro, descreve-o de forma não muito entusiástica: “*Artistically it is failure – I have changed my mind too much during the course of writing it for it to be a proper unity. But I think it contains an abundance of ideas and material*” (apud Skidelski, 1992: 314).

³ Os algarismos romanos referem-se aos respectivos volumes das *Complete Works* de Keynes.

⁴ A não ser, talvez, quando Keynes afirma que muitos leitores oscilarão “*between a belief that I am quite wrong and a belief that I am saying nothing new*” (VII: v).

enters into the economic scheme in an essential and peculiar manner, technical monetary detail falls into the background” (VII: vi-vii).⁵

Os dois prefácios possivelmente contribuíram para o abandono quase completo a que foi relegado o *Treatise*⁶, visto como apenas mais uma dentre outras tantas obras pertencentes à confusa pré-história da disciplina macroeconômica. Skidelsky, por exemplo, sugere que o esquecimento do *Treatise* – embora imerecido – foi promovido pela própria atitude de Keynes:

“Few students now bother with the *Treatise*; they have accepted Keynes’s own view that anything of value in it was better and more briefly expressed in the *General Theory*” (Skidelsky, 1992: 318).

O prefácio à *General Theory*, no trecho acima citado, insinua, porém, a possibilidade de uma outra linha de conexão entre os dois trabalhos: a da continuidade. Os “detalhes monetários” abstraídos na *General Theory* são presumivelmente aqueles analisados no *Treatise*. Mas aqui o tom é antes crítico do que autocrítico. Keynes não explicita que detalhes são esses, nem explica o paradoxo (meramente aparente?) de, num livro centrado no caráter monetário da economia capitalista, deixar de lado precisamente esses detalhes.

De fato, autocrítica e ratificação alternam-se – e às vezes combinam-se – nas mais de duas dezenas de menções ao *Treatise* na *General Theory*.⁷ Neste último, em muitas passagens do livro II, lamenta Keynes a confusão causada pela natureza idiossincrática dos conceitos de renda e poupança adotados no *Treatise*, e pela conseqüente confusão causada pelo emprego, na *General Theory*, de novas definições para esses e outros termos (VII: 60, 74, 77-79). A *mea culpa* culmina na abjuração da idéia wickselliana de taxa natural de juros, que tivera importância central nos mecanismos dinâmicos do *Treatise* (VII: 242).

Outras menções autocríticas, porém, são um pouco mais ambíguas. Nelas, Keynes fundamentalmente qualifica ou re-elabora proposições do livro anterior. Nos capítulos 12 e 13, Keynes esforça-se para desfazer o inexplicável (mas ver Kregel, 1997) imbróglcio existente no *Treatise* em relação aos preços de ativos financeiros e aos preços de ativos de capital: há uma diferença, afirma, entre uma variação na eficiência marginal do capital, que pode se expressar se expressar em variação no valor das ações, e uma variação no “estado do baixismo” (“*state of bearishness*”) do público, que deve alterar o preço dos títulos de dívida (VII: 151n); a idéia do estado do baixismo, no *Treatise*, consolidava, indevidamente, preços de “ativos” e “dívidas” (VII: 173).⁸

⁵ Até a *General Theory*, Keynes pensava a flutuação de preços e produto como partes de um mesmo fenômeno de desequilíbrio. Do *Tract* ao *Treatise*, parece multiplicar-se o conjunto de fatores capazes de suscitar processos prolongados em que se sucedem configurações distintas da norma, à qual, não obstante, a economia tende a voltar e na qual haveria simultaneamente estabilidade de preços e produto de pleno-emprego (ver por exemplo VI: 4). Na *General Theory*, como se sabe, o foco concentra-se na análise dos determinantes relativamente instáveis de uma norma que é, portanto, móvel e cuja posição só por acaso é ótima. Embora Keynes, no prefácio, lamente o insuficiente “desenvolvimento dinâmico” do *Treatise* tendo em mente a ausência de um mecanismo nos moldes do multiplicador), parece ser razoável afirmar, com Amadeo (1989: 17), que, no *Treatise*, Keynes emprega um “método de análise” “histórico” (que procura encadear dinamicamente períodos de produção), ao passo que na *General Theory* prevalece um método “de equilíbrio” mais estático. Evidentemente, os capítulos 19 e 22 lançam um aceno para uma abordagem mais dinâmica e menos “equilibrista”, ou mais próxima do método de “equilíbrio móvel” de que fala Kregel (1976).

⁶ Até o resgate promovido por economistas como Shackle (1967) e Davidson (1972/1978).

⁷ Nenhum livro é mencionado mais vezes, nem mesmo a *Theory of Unemployment*, de Pigou. Há também vários trechos em o diálogo com o *Treatise* se dá de forma implícita.

⁸ “*Whilst liquidity-preference due to the speculative-motive corresponds to what in my Treatise on Money I called 'the state of bearishness', it is by no means the same thing. For 'bearishness' is there defined as the functional relationship, not between the rate of interest (or price of debts) and the quantity of money, but between the price of assets and debts, taken together, and the quantity of money. This treatment, however, involved a confusion between results due to a change in the rate of interest and those due to a change in the schedule of the marginal efficiency of capital, which I hope I have here avoided*” (VII: 173). A meu juízo, essa confusão foi certamente resolvida, mas talvez ao custo da criação de uma outra,

Há menções que, finalmente, expressam apenas serena continuidade: Keynes remete o leitor, mais de uma vez, à teoria dos preços de curto prazo⁹ e ao tratamento das flutuações cíclicas expostos no *Treatise* (VII: 49, 70, 287, 319);¹⁰ assimila a demanda especulativa por moeda à discussão progressiva sobre a “*bull-bear position*” (VII: 169); e apresenta dois brevíssimos paralelos entre o tratamento da demanda por dinheiro nos dois livros (VII: 167 e 194-195). Há uma clamorosa ausência nesse diálogo entre as duas obras, que diz respeito aos temas da oferta de dinheiro e do crédito, analisados por Basil Moore (1988) no erudito capítulo 8 de *Horizontalists and Verticalists*. Veremos mais sobre isso posteriormente.

Esse breve inventário das menções de Keynes ao *Treatise* sugere que Skidelsky exagera um pouco ao imputar ao próprio Keynes parte importante da responsabilidade pelo esquecimento do *Treatise*. Juízo mais ponderado sobre as intenções de Keynes é o de Moore (1988: 178), que realça o fato de Keynes, na autocrítica do prefácio à *General Theory*, referir-se expressamente aos livros III e IV do *Treatise*:

“it would seem that Keynes remained willing to stand by the technical monetary details of other sections of the *Treatise*”.

Eu gostaria de ir um pouco mais além: acredito que *também* nesses livros há “detalhes monetários” imprescindíveis ao desenho de um quadro minimamente completo acerca da operação de uma economia capitalista. Há, de fato, uma apresentação da preferência pela liquidez (no mesmo sentido, Bibow, 2005) – *avant la lettre* – que, sob alguns aspectos, é superior àquela oferecida por Keynes na *General Theory*.¹¹ Na ausência dos “*monetary details*” providos pelo *Treatise*, o cenário delineado na *General Theory* tornou-se mais do que simples, simplista – *mesmo tendo em conta a sofisticação do capítulo 17*.¹² Sugiro que esse cenário deva ser interpretado não como representativo “da” teoria de Keynes (e muito menos de sua *visão*, no sentido schumpeteriano), mas apenas como um *modelo* parcial e particular.

Cada coisa a seu tempo. No próximo item, o objeto é a relação entre preferência pela liquidez e demanda por “dinheiro”, bem como a determinação “da” taxa de juros; sugiro uma interpretação para o extravio de certos “detalhes monetários” na passagem do *Treatise* para a *General Theory*. No item III, procuro explicar o porquê da conspicua ausência, na *General Theory*, de uma representação mais substancial do sistema financeiro. Segue-se uma breve conclusão.

II

Na volumosa fortuna crítica da obra de Keynes, muitos intérpretes tiveram a oportunidade de lamentar algumas de suas escolhas, particularmente no que diz respeito a temas monetários e financeiros. Hansen (1953) deplora a própria existência do capítulo 17, cuja centralidade é, pelo contrário, sublinhada por intérpretes como Davidson, Minsky e Kregel. Minsky (1975) critica a excessiva simplicidade com que é tratada a decisão de investir. Vários (como Davidson, 1972/1978 e Carvalho, 1992) queixam-se da baixa importância atribuída por Keynes na Teoria Geral à demanda

agora entre a cotação das ações de uma empresa e a avaliação do preço de demanda dos ativos instrumentais por ela empregados (ver nota mais à frente).

⁹ O resgate desse tópico foi inicialmente promovido por Davidson (1972/1978). Posteriormente, Kregel (por exemplo 1987, 1993 e 1997) contribuiu de forma decisiva para esclarecer os elos entre o *Tract* (a teoria da paridade dos juros), o *Treatise* (a teoria dos preços de curto prazo) e a *General Theory* (a teoria da precificação dos ativos do capítulo 17).

¹⁰ No capítulo 22 da *General Theory*, Keynes adverte o leitor para o fato de que discutirá razões da natureza cíclica do capitalismo que seriam “*by no means unfamiliar either in themselves or as explanations of the trade cycle*” (VII: 314). Após isso, recupera vários argumentos antes apresentados no *Treatise*, particularmente em relação ao papel dos estoques excedentes e do capital circulante.

¹¹ Incidentalmente, parece-me difícil, nesse sentido, aceitar a idéia de que, na *General Theory*, Keynes apresenta uma “*nova* teoria dos juros da preferência pela liquidez” (Moore, 1988: 197, ênfase minha).

¹² Os artigos posteriores à *General Theory*, que reintroduzem crédito e bancos, não seriam, desse ponto de vista, um descaminho (uma “*diversion*”, na expressão de Wray, 2006); mas talvez tampouco sejam suficientes como uma “*cumeeira*” (“*coping-stone*”, escreve Keynes) da teoria da determinação dos juros pela preferência pela liquidez (XIV: 220).

precaucional. Moore (1988) investe contra as hesitações de Keynes no tratamento da oferta de moeda e propõe descartar a preferência pela liquidez como determinante da taxa de juros. Todos, praticamente, unem-se para lamentar a estranhíssima decisão de deixar em segundo plano o conjunto não-especificado de “*technical monetary details*”.

De fato, não há muita dificuldade em identificar alguns desses detalhes desaparecidos. No “complexo drama psicológico” da *General Theory* a “paisagem social” (Skidelsky, 1992: 541-543) é desafortunadamente incompleta. Atores essenciais numa economia capitalista – o conjunto dos intermediários financeiros – recebem apenas menções superficiais. Sem bancos comerciais, bancos de investimento e corretoras, nem o crédito bancário, nem a emissão de *bonds* e ações podem ser representados adequadamente. Sem uma descrição adequada das relações entre, de um lado, Banco Central e instituições financeiras privadas e, de outro, instituições financeiras privadas e agentes privados não-financeiros (todos presentes no *Treatise*, assim como não-residentes e bancos centrais estrangeiros), não é possível obter senão um quadro provisório e precário da operação de uma economia monetária.

Mais difícil é entender o porquê da opção de Keynes por oferecer um quadro assim minimalista. Minimalista – absolutamente minimalista – é, por exemplo, sua descrição do modo pelo qual oferta e demanda por dinheiro determinam “a” taxa de juros.

Gerações e gerações de professores de macroeconomia keynesiana vivenciaram a dor e a delícia de explicar aos alunos a superação da lei de Say pelo princípio da demanda efetiva. A excitação está em mostrar que uma teoria em que, em última instância, os produtos trocam-se por produtos, *não* pode ser considerada adequada a uma economia capitalista.¹³ Os fluxos de renda gerados pela atividade produtiva *podem não ser gastos*, sugere a leitura do capítulo 3 da *General Theory*; proprietários de dinheiro podem abster-se de fazê-lo voltar à circulação. Essa *possibilidade*, porém, já havia sido referida por muitos economistas, entre os quais Karl Marx e John Stuart Mill (ver Sowell, 1972). Por que, porém, o desejo de entesouramento por parte dos agentes geraria o desemprego como o provável estado *normal* da economia? Estaríamos, no capitalismo, enfrentando as conseqüências socialmente imprevistas e indesejadas da ação de desprezíveis entesouradores? “Tenham paciência”, pede o professor. “Esperem pelos capítulos sobre a taxa de juros, onde a coisa é realmente explicada”. Mas aí, justamente, começa a parte mais difícil.

A novidade de Keynes estaria no processo “*two-step*” do capítulo 13 (ver, por exemplo, Carvalho, 1996). O processo diferencia dois tipos de “preferência temporal” (“*time-preference*”, VII: 166), que segundo Keynes são exercidas (lógica ou cronologicamente, não fica muito claro) consecutivamente. Keynes refere-se genericamente a “um indivíduo” que, “primeiramente”, define que fração da renda corrente destina ao consumo e que fração preserva sob alguma forma de “comando sobre consumo futuro”. A “segunda” decisão expressa sua preferência por distribuir a riqueza entre “dinheiro” ou títulos de dívida (“*debts*”). Cabe a cada “indivíduo” fazer suas escolhas. Da agregação dessas decisões (ou, mais precisamente, da interação entre os proprietários de riqueza) resulta, dada a oferta de dinheiro, “a” taxa de juros, que é

“the ‘price’ which equilibrates the desire to hold wealth in the form of cash with the available quantity of cash” (VII: 167)

e

“measures the marginal preference (for the community as a whole) for holding cash in hand over cash for deferred delivery” (1937a, XIV: 101).

Eis o golpe de misericórdia na lei de Say: para além das necessidades de “saldos ativos” (“*active balances*”, pelo motivo-transacional), reter “saldos inativos” (Keynes, 1938: 230) é racional quando

¹³ De fato, argumenta Possas (1987), não seria adequada nem mesmo a uma economia mercantil simples.

(pelo motivo-precaucional) os agentes têm baixa confiança em suas expectativas¹⁴ (particularmente quanto ao preço futuro dos títulos de dívida, VII: 170n) ou quando apostam, com confiança, na desvalorização desses títulos (motivo especulativo). O montante agregado de *cash* que os agentes podem entesourar – na forma de saldos ativos ou inativos – não pode ser por eles alterado (VII: 174, 1937b: 116). Mas isso é irrelevante. A “propensão ao entesouramento” (VII: 174) “comanda” (“*rules the roost*”, VII: 223): dada a oferta de moeda, maior preferência pela liquidez implica juros mais altos, o que promove a contração do investimento e portanto do consumo, da renda e do emprego; preferência pela liquidez e multiplicador são partes essenciais e inseparáveis na versão por Keynes do princípio da demanda efetiva (Kregel, 1988).¹⁵

Nesse ponto da demonstração, o professor proclama o “*quod erat demonstrandum*” ao mesmo tempo em que procura disfarçar seu incômodo perante os estudantes. Há vários elos estranhos no raciocínio. Há uma razão precisa para que uma discussão sobre a alocação de *riqueza* seja reduzida a uma discussão sobre a gestão do *fluxo* de renda? Por que razão, num livro que descreve uma “economia empresarial”, que se move em função das decisões dos proprietários de riqueza, escolher como representação geral do agente que decide suas aplicações financeiras um *household* cuja primeira decisão é que parte consumir de sua renda? Por que não explicitar aqui a presença de firmas financeiras e não-financeiras? Por sinal, por que o agente em questão examina (Kahn, 1984: 140) apenas um conjunto limitado de aplicações financeiras (dinheiro e títulos de dívida, mas não ações ou outros ativos)? Por que reduzir a demanda por liquidez à demanda por dinheiro? Por que a oferta de moeda está dada? Keynes (como critica Moore) de fato propõe uma *teoria completamente desenvolvida* em que a moeda é determinada de forma estritamente exógena ou apenas descreve um experimento conceitual (ou um *modelo*) simplificado? Qual a relação entre a demanda por dinheiro e a demanda por crédito?

É interessante ressaltar que, no que tange ao *two-step process*, a *General Theory* pouco acrescenta à discussão apresentada por Keynes no famigerado capítulo 10 do *Treatise* (“The fundamental equations for the value of money”). De fato, a descrição mais antiga é até mais geral (Hicks, 1985: 60), ainda que também centrada no indivíduo, que escolhe entre consumo e propriedade de riqueza (“*ownership of wealth*”) e entre conservar a riqueza poupada

“in the form of money (*or the liquid equivalent of money*) or in other forms of loan or *real capital*. This second decision might be conveniently described as the choice between ‘hoarding’ and ‘investing’, or, alternatively, as the choice between ‘bank deposits’ and ‘securities’” (V: 127, ênfases minhas).¹⁶

Keynes esclarece a seguir que a escolha entre “entesourar” ou “investir”

“relates, not only to the current increment to the wealth of individuals, but also to the whole block of their existing capital. Indeed, since the current increment is but a trifling proportion of the block of existing wealth, it is but a minor element in the matter” (id. *ibid.*).

¹⁴ Ou que, nos termos de Kahn (1954: 82), são mais intensamente afetados pelo “sentimento do risco de capital” (“*feeling of capital risk*”).

¹⁵ É interessante notar que, para Possas (1987), o substrato *lógico* do princípio da demanda efetiva deriva da diferença essencial entre o dinheiro, como forma geral e abstrata da riqueza, e suas muitas formas particulares e concretas. A especificação das funções consumo e investimento, bem como o detalhamento da preferência pela liquidez, pertencem a uma etapa ulterior da elaboração teórica, na qual há espaço para uma pluralidade de abordagens distintas (como, por exemplo, as de Keynes e Kalecki).

¹⁶ A segunda forma de expressar o dilema do aplicador deixa entrever o que Keynes explicita em outros trechos: no *Treatise*, a escolha deste “indivíduo” se dá entre depósitos bancários e títulos financeiros cujo valor de mercado pode flutuar, como *bonds* e ações. Na *General Theory*, o desejo de sublinhar o fato de que o valor das ações não é afetado apenas (ou fundamentalmente) pela taxa de juros é *uma* das explicações possíveis para a omissão das ações como um dos ativos cuja aquisição é analisada pelo *household*.

Na *General Theory*, no capítulo 13, há apenas uma discreta menção à dominância dos estoques sobre os fluxos.¹⁷ A idéia retorna com mais força somente no início do capítulo 15.¹⁸ Esses trechos do *Treatise* e da *General Theory* deixam claro que o foco na renda resulta de uma simplificação; a decisão de aplicar diz respeito à administração dos estoques de riqueza (idéia que, na *General Theory*, só é levada às últimas conseqüências no capítulo 17).¹⁹ Mas o que justifica essa simplificação provisória? Mais do que isso: por que razão a ênfase nos fluxos de renda percebidos *pelas famílias*?

Há uma resposta simples para a exclusão, nesse ponto, das firmas financeiras. Compras e vendas de “dívidas” por parte dessas firmas podem implicar alterações nos depósitos à vista do público não-financeiro; podem, noutros termos, alterar a oferta de dinheiro, variável que, por ora, Keynes deseja manter constante (ver Wray, 1992). Naturalmente, tal resposta remete a uma nova pergunta: por que a oferta de moeda deve ser mantida constante? – Voltaremos a isso.

Quanto à exclusão das firmas não-financeiras, não é possível ir além de uma mera hipótese: sem elas, a comparação com os modelos ortodoxos de determinação das taxas de juros torna-se mais imediata. Nas representações mais simples desses modelos, as famílias poupam e as empresas investem; poupar significa comprar títulos de dívida, o que implica que a taxa de juros é a remuneração “da poupança ou da espera como tal” (VII: 167). A taxa de juros é aquela que iguala poupança e investimento.

Em seus exercícios retóricos, cientistas sociais ora se escoram no “*common sense*” (que de forma alguma equivale ao sentido de “senso comum” em português...), ora se esmeram em surpreender a audiência com resultados que parecem contradizer a intuição e o bom-senso. A situação armada por Keynes permite-lhe, com devastadora eficácia retórica, apelar ao “*common sense*”,²⁰ aos “livros de aritmética” e à “acurácia do que se ensina nas *preparatory schools*” (XIV: 215): o que podem ser os juros se não a retribuição associada a uma operação em que o aplicador compra um título de dívida, e com isso troca dinheiro hoje por dinheiro amanhã?

“Conheça seu inimigo, destrua seu inimigo”. A tática de Keynes vai além dessa máxima da arte da guerra. O ataque de Keynes parte do experimento conceitual tipicamente empregado pela teoria dos fundos emprestáveis, usando os termos desta para mostrar que taxa de juros e eficiência marginal do capital são determinados por processos distintos. O requinte retórico tem um dividendo adicional, que consiste em passar ao largo da confusão do *Treatise*²¹ entre preços de “ativos” e de “dívidas”.²²

¹⁷ Keynes (VII: 166) refere-se à decisão relativa à forma na qual o consumidor “conservará o poder de comando sobre o consumo futuro, quer de sua renda corrente, quer de sua poupança anterior”.

¹⁸ Quando Keynes ressalta que é “em relação ao seu estoque acumulado de poupança em vez de em relação à sua renda que o indivíduo pode exercer sua escolha entre a liquidez e a iliquidez” (VII: 194).

¹⁹ E que foi reaproveitada, de forma extremamente enfática, por Townshend (1937).

²⁰ Como em muitos outros trechos da *General Theory* (por exemplo, VII: 350).

²¹ Tanto no *Treatise* quanto na *General Theory*, há uma diferença entre a precificação de bens de consumo e a de bens de capital. Em ambas as obras, a diferença deriva do fato de que esses últimos são ativos cujo valor presente é estimado por seus demandantes potenciais (dessa diferença se origina, é claro, a teoria dual dos preços de Minsky, 1975). Na *General Theory*, porém, fica claro que isso não suprime o fato de que o preço de mercado dos (novos) ativos de capital é determinado (como os bens de consumo) pelos produtores de acordo com custos e estrutura de mercado. A *General Theory* diferencia de forma mais clara os preços de títulos de dívida e os preços dos ativos de capital instrumental. Ao fazê-lo, porém, Keynes expõe o leitor a uma outra confusão, entre os preços de demanda dos equipamentos, tais como avaliados pelas empresas, e os preços das ações, que são o valor atribuído pelo mercado acionário às companhias de capital aberto (sendo portanto, implicitamente, uma avaliação de seus ativos, entre os quais os ativos de capital instrumental). Essa confusão aparece, por exemplo, no capítulo 12 (p. 151n), quando Keynes escreve, sem maiores qualificações (e sem explicitar as mediações que poderiam validar o raciocínio), que “uma cotação elevada das ações existentes envolve um aumento na eficiência marginal do tipo correspondente de capital” (ver, a respeito, Erturk, 2006). Reaparece no capítulo 22 (p. 316), quando Keynes adverte que, “embora o investidor privado raramente seja diretamente responsável pelo novo investimento, os empresários, que são diretamente responsáveis, verificarão ser financeiramente vantajoso e freqüentemente inevitável acatar as idéias do mercado, ainda que pessoalmente estejam mais bem informados”. Pareceria mais razoável respeitar a diferença lógica entre a avaliação do mercado de ações e a avaliação por parte dos seus gestores e proprietários majoritários (no mesmo sentido, Kahn, 1984: 166); uma empresa auto-financiada ou com o acesso adequado ao sistema

O custo, porém, é óbvio: a teoria “da” taxa de juros é apresentada em um ambiente conceitual extremamente restrito; só o preço de um genérico título de dívida está em questão.²³ É bem verdade que as firmas não-financeiras são reintroduzidas no capítulo 15, quando o motivo-transações é desdobrado em motivo-renda e motivo-negócios. Entretanto, para uma teoria (um pouco mais) geral da aplicação de capital, é novamente necessário aguardar pelo capítulo 17.

As dúvidas tornam-se um pouco mais sérias quando se pensa na relação entre preferência pela liquidez e demanda por “dinheiro”. Não há, então, para o aplicador *precavido* e para o aplicador inquieto,²⁴ bem como para o *especulador* baixista outra alternativa para a conservação de saldos líquidos que não o “dinheiro”?²⁵ Em muitos trechos, é isso o que, literalmente, escreve Keynes. No ensaio em homenagem a Fisher, acima citado (Keynes, 1937a), a contraposição se dá entre “*cash*” cuja “eficiência” parece derivar apenas de sua liquidez, e ativos financeiros que rendem juros. No importantíssimo artigo em que sintetiza e reordena a argumentação da *General Theory* (Keynes, 1937b), o dinheiro demandado como reserva de valor é *definido* como “estéril”, no que concerne à percepção de fluxos monetários explícitos:

“For it is a recognised characteristics of money as a store of wealth that is *barren*; whereas practically every other form of storing wealth yields *some interest or profit*” (Keynes, 1937b: 115, ênfase minha).

É claro, porém, que a leitura cuidadosa do *Treatise* – como da própria *General Theory* – mostra que essa é, no fundo, uma falsa questão. Entretanto, por alguma razão, Keynes parece exercer, em mais de um momento, a preferência por esconder sob águas profundas uma abordagem que é, de fato, mais geral.

Pistas para essa abordagem são encontradas nas primeiras páginas dos capítulos 13 e 15. No primeiro, uma famosa nota de rodapé estabelece que, “sem prejuízo para a definição” da taxa de juros como a margem entre dinheiro e dívidas,

“we can draw the line between ‘money’ and ‘debts’ at whatever point is most convenient for handling a particular problem. For example, we can treat as *money* any command over general purchasing power which the owner has not parted with for a period in excess of three months, and as *debt* what cannot be recovered for a longer period than this; or we can substitute for ‘three months’ one month or three days or three

financeiro pode certamente investir em novos equipamentos a despeito da cotação de suas ações (mas, é claro, deixará de fazê-lo caso o estado deprimido da bolsa torne mais apetitoso o *take-over* de um concorrente por intermédio da compra de suas ações, possibilidade que é aventada por Keynes no capítulo 12). A importância atribuída ao impacto de “*markets organised and influenced as they are at the present*” sobre a “*market estimation of the marginal efficiency of capital*” (VII: 320) parece exagerada também à luz dos próprios comentários de Keynes sobre a importância do investimento em construção civil e em utilidades públicas (VII: 163). Kahn (1984: 150-157) revela com franqueza suas dúvidas com relação à influência das ações sobre a decisão de investir.

²² O tema da relação entre dívidas e ativos aparece no capítulo 13, numa nota à página 170, em que Keynes escreve que um baixista que vende ações por esperar uma queda no “retorno prospectivo desses investimentos” não necessariamente demandará dinheiro pelo motivo especulativo, pois deverá ainda considerar a possibilidade de adquirir títulos de dívida (para o que levará em conta a possibilidade de um aumento da taxa de juros). A observação é correta, mas curiosamente incompleta: ao ampliar o espectro de ativos analisados pelo agente, Keynes deveria escrever que tampouco o proprietário de títulos de dívida que espera um aumento dos juros demandará dinheiro se esperar uma valorização das ações.

²³ E, mesmo assim, apenas naquilo que concerne a seu risco de preço, e não de crédito.

²⁴ “*The possession of actual money lulls our disquietude; and the premium which we require to make us part with money is the measure of the degree of our disquietude*” (Keynes, 1937b: 116). Vale notar que, nesse famoso trecho, Keynes mais uma vez parece identificar demanda por liquidez a demanda por dinheiro, “*actual money*”. No debate sobre o motivo-*finance*, Keynes volta a escrever que a taxa de juros simplesmente “*equalises the advantages of holding actual cash and a deferred claim on cash*” (Keynes, 1937c: 206).

²⁵ A questão sempre foi particularmente embaraçosa para professores atuando em países submetidos a processos inflacionários significativos, e nos quais a hegemonia do *State money* (V: cap. I) é rapidamente corroída pela concorrência de outras reservas de valor e de outras unidades de conta, enquanto os depósitos à vista são substituídos por outros tipos de passivos bancários que conciliam liquidez, indexação e remuneração.

hours or any other period; or we can exclude from money whatever is not legal tender on the spot. It is often convenient in practice to include in money time-deposits with banks and, occasionally, even such instruments as (e.g.) treasury bills. As a rule, I shall, as in my *Treatise on Money*, assume that money is co-extensive with bank deposits” (VII: 167).

O dinheiro, então, tanto na *General Theory* quanto no *Treatise* (V: 27),²⁶ coincide com depósitos bancários. Mas... depósitos bancários *de que tipo?* No início do capítulo 15, Keynes mais uma vez remete o leitor (e aqui de forma impenitente) ao *Treatise*, dessa vez para sugerir uma analogia entre o tripé de motivos-liquidez da *General Theory* e a classificação de passivos bancários do livro anterior.

“In my *Treatise on Money* I studied the total demand for money under the headings of income-deposits, business-deposits, and savings-deposits, and I need not repeat here the analysis which I gave in chapter 3 of that book” (VII: 194-195).

No capítulo 3 do *Treatise*, fica clara a (óbvia) associação entre *cash-deposits* (ou *demand deposits*) e saldos transacionais (que, no entanto – ver abaixo – tendem a tornar-se cada vez menos relevantes). Os bancos, porém, oferecem aos agentes dois outros tipos de passivos: de um lado, *savings deposits*, remunerados com juros; de outro, *overdrafts* (descritos de forma precisa como passivos *off-balance*, V: 37). A definição dos *savings deposits* recobre claramente os motivos precaucional e especulativo (e, mesmo, pode-se dizer, uma das formas de satisfazer o motivo-*finance*):

“But a bank deposit may also be held, not for the purpose of making payments, but as a means of employing savings, i.e., as an investment. The holder may be attracted by the rate of interest which his banker allows him; or he may anticipate that other investments are likely to depreciate in money value; or he may attach importance to the stability of the money value of his savings and to being able to turn them into cash at short notice; or he may find this the most convenient way of holding small increments of savings with the intention of transforming them into a specific investment when they have accumulated to a sufficient sum; or he may be awaiting an opportunity of employing them in his own business; or other such reasons may influence him. We shall call deposits of this type *savings deposits*. It is the criterion of a savings deposit that it is not required for the purpose of current payments and could, without inconvenience, be dispensed with if, for any reason, some other form of investment were to seem to the depositor to be preferable” (V: 31-32).

Os depósitos de poupança são “dinheiro” ou pelo menos algo quase idêntico a ele: são liquidez “realizável com segurança, prontamente [“at short notice”] e sem perdas” (VI: 59), retida por agentes que prezam a estabilidade do valor nominal desses ativos²⁷ (pelo motivo-precaucional), por agentes que apostam na depreciação de outros ativos (motivo-especulação) e, finalmente, por agentes que acumulam o *finance* (e talvez mesmo o *funding*) necessário a uma operação futura.²⁸ Tais depósitos podem não ser *cash*, mas são equivalentes ao dinheiro no exercício de sua função de reserva de valor:

²⁶ “The proportionate importance of State money and of member bank money (...) varies widely (...) But the tendency is towards a preponderant importance for bank money (...). It will, therefore, simplify the argument, (...) if we assume not only that all the central bank money is held by the member banks, but also that all the current money in the hands of the public is member bank money, i.e., bank deposits” (V: 27).

²⁷ São, nos termos de Wray (1990: 17), ativos cujo “grau de paridade” com ativos que operam como meio de pagamento (moeda estatal ou depósitos à vista) é (risco de crédito à parte) pleno.

²⁸ Convém lembrar que o *finance* não necessariamente provém de operações de crédito junto aos bancos ou da emissão de novos títulos; o agente pode usar seus próprios recursos (Keynes, 1937d: 217); parece razoável supor que tais recursos fossem antes conservados sob a forma de ativos mais rentáveis (como, entre muitas outras possibilidades, *savings deposits*) que agora devem ser convertidos em meios de pagamento (o que pode envolver *desentoesouramento* por parte de outros agentes. Keynes, 1938 e 1939).

“A savings deposit also correspond to what used to be called in theories of money, which were stated with primary reference to a commodity money, the use of money as a ‘Store of Value’” (V: 32).²⁹

No capítulo 10 do *Treatise*, Keynes volta ao ponto. Ao descrever o *two-step process* de escolha de ativos, deixa claro que a opção pela liquidez consiste em reter “*money (or the liquid equivalent of money)*”, e que quem entesoura escolhe depósitos bancários, particularmente *savings deposits*. Portanto, como keynesianos, estamos perfeitamente autorizados a dizer, e “sem um sorriso no rosto” (Keynes, 1937b: 115), que a demanda por dinheiro como reserva de valor *não necessariamente* implica a aquisição de um ativo estéril. (Aliás, reconhece Keynes, a demanda por ativos estéreis tende a ser cada vez menos relevante.³⁰) E mais: isso de forma alguma põe em risco a proposição de Keynes quanto à centralidade da preferência pela liquidez. Agentes cuja preferência pela liquidez aumenta e que tentam converter (por exemplo) *bonds* (ou ações) em *savings deposits* estão a demandar dinheiro como reserva de valor. Para que haja efeitos negativos sobre a economia, basta que essa modificação na preferência pela liquidez determine uma desvalorização dos títulos longos. Duas observações adicionais: a primeira é que tal desvalorização poderá não ocorrer se, como analisado no capítulo 10 do *Treatise*, a intervenção de agentes financeiros compensar o “*excess-bearish factor*”. A outra é que o efeito sobre a economia será distinto – em particular no que tange às condições de liquidez dos bancos comerciais – conforme a recomposição do portfólio dos vendedores de ativos longos se direcionar a *saving deposits*, a depósitos à vista, ou a papel-moeda (ou, eventualmente, a moeda estrangeira).

O quadro 1 sugere a correspondência entre os motivos-liquidez da *General Theory* e os passivos bancários do *Treatise*. Trata-se apenas de uma aproximação: no *Treatise*, Keynes ressalta que “the line between savings deposits and cash deposits is often not sharp even in the mind of the depositor himself” (V: 33);

na *General Theory*, afirma que se poderia

“consider the individual’s aggregate demand for money in give circumstances as a single decision, though the composite result of a number of different motives” (VII: 195).

No quadro, os *overdrafts* aparecem como uma fonte de liquidez potencialmente adequada para os três motivos-liquidez, e portanto como um possível substituto dos demais instrumentos financeiros. É verdade que, na única menção aos *overdrafts* que há na *General Theory*, Keynes afirma que são alternativas aos *cash* e aos *savings deposits*;³¹ mas não há motivo para que não possam igualmente ser considerados como um recurso também adequado ao financiamento de operações especulativas. O uso das *overdrafts facilities* configura, é claro, uma operação de crédito (gerando um efeito sobre o sistema bancário semelhante à concessão de outros tipos de empréstimos), motivada por necessidades

²⁹ Há no capítulo alguma ambigüidade em relação ao status monetário dos *savings deposits*: na página 38, Keynes escreve que as estatísticas de depósitos bancários são precárias, porque não incluem *cash facilities* como os *overdrafts*, mas incluem “an important proportion of something which is scarcely money at all (not much more than, for example, a treasury bill is), namely the savings deposits”. O fato é que, a despeito disso, em outros trechos dos capítulos 3, 10 e 15 do *Treatise*, os *savings deposits* são referidos como dinheiro.

³⁰ De um lado, porque inovações financeiras tornam cada vez menos precisa a fronteira entre depósitos em conta corrente e aplicações remuneradas (“increasingly, banks allow interest on the average of a customer’s current account in excess of an agreed minimum – with the result that deposit accounts and current accounts are tending to correspond to differences of banking custom between different parts of the country and different classes of customers, rather than to the payment or non-payment of interest”, V: 32). De outro, porque parte importante da demanda transacional é acomodada pelo uso dos *overdrafts* e de outras aplicações financeiras. Referindo-se, cautelosamente, ao caso britânico, por conhecê-lo melhor, Keynes escreve que “In the case of large and well-organised firms, the tendency is for their cash accounts to tend on the average (reckoning cash deposits plus and overdrafts minus) toward zero, or, at any rate, a very low figure, partly by the use of the overdraft and partly by investing temporary surplus balances in bills or in loans to the money market” (V: 37).

³¹ “The strength of all these three types of motive [income, business and precautionary] will partly depend on the cheapness and the reliability of methods of obtaining cash, when it is required, by some form of temporary borrowing, in particular by overdraft or its equivalent. For there is no necessity to hold idle cash to bridge over intervals if it can be obtained without difficulty at the moment when it is actually required” (VII: 196).

temporárias de liquidez que talvez seja conveniente distinguir de outros sentidos possíveis do conceito de preferência pela liquidez.³²

Quadro 1. Motivos-liquidez e passivos bancários			
Motivos-liquidez	Transações	Precaução	Especulação
Passivos bancários			
a. Cash deposits			
Income	X		
Business	X		
b. Savings deposits		X	X
c. Overdrafts	X	X	X

Em economias monetárias, escreve Keynes, “o dinheiro entra no esquema econômico de uma forma essencial e peculiar” (VII: vii), por afetar “motivos e decisões” dos agentes (1934: 408). Na versão minimalista apresentada nos capítulos 13 e 15 da *General Theory*, porém, a preferência pela liquidez colapsa em demanda por dinheiro e a existência do crédito e de uma pluralidade de taxas de juros é abstraída; “as quantidades de dinheiro e de ativos são tomadas como dadas (...) isso seria consistente com um período tão curto que, sendo dadas as quantidades, todos os ajustamentos se dão via preços” (Wray, 1992: 80). Mas, então, o “modelo keynesiano *naïve*” de que fala Wray é de fato o modelo *naïve de Keynes* (embora não seja o *único* “modelo” presente na *General Theory*).

Ora, em economias monetárias, essencial e peculiar é também a presença de uma rede de agentes financeiros e a existência de uma pluralidade de taxas de juros. Levando a sério as proposições de Keynes sobre as correspondências entre passivos bancários e motivos-liquidez, a proposição básica do “modelo” revela-se um pouco mais complexa: na margem, o agente é indiferente entre a. o prêmio de liquidez de seus depósitos à vista (e eventualmente de seus saldos em papel-moeda), b. a soma da taxa de juros e do prêmio de liquidez associados aos *savings deposits* (cujo valor na unidade de conta é invariável)³³ e c. a soma de apreciação esperada, da taxa de juros e do prêmio de liquidez de algum genérico título de dívida, representativo da ponta mais longa desse tipo de instrumento.

Com isso, é claro, não estamos fazendo senão aplicar à escolha de um rol apenas *um pouco* mais amplo de ativos *financeiros* a idéia apresentada por Keynes, no capítulo 17 da *General Theory*, de que há, de fato, não um “padrão absoluto”, mas

“merely a scale of liquidity—a varying premium of which account has to be taken, in addition to the yield of use and the carrying-costs, in estimating the comparative attractions of holding different forms of wealth” (VII: 240).³⁴

Porém, o que o capítulo 17 sugere é que o *household* dos capítulos 13 e 15 deve ser mais adequadamente visualizado como um proprietário de riqueza que decide qual o *mix* adequado, em seu portfólio, de saldos bancários, títulos de dívida de diversos tipos, ações, casas (e eventualmente ativos instrumentais), ouro, *commodities* e assim por diante. Mas essa abordagem é ainda consideravelmente minimalista. Há uma ausência conspícua: das instituições financeiras e do crédito. O cenário não é muito diferente na “Teoria da taxa de juros” e na “Teoria geral do emprego” (Keynes, 1937a e b).

Em meio a sua polêmica com os críticos da *General Theory*, Keynes declarou-se

³² Não explorarei essa questão. Ressalto apenas que, a meu juízo, a sugestão de Wray (1990, 2006), para quem é essencial diferenciar preferência pela liquidez e o que chama de “demanda por dinheiro”, apresenta uma saída para um dos mais antigos *conundrums* do debate keynesiano.

³³ Vale dizer, um modelo (menos *naïve*) “de Keynes” de fato emprega um vetor de ativos financeiros na ponta líquida mais completo do que sugere Wray (1992) (i.e., a equação relevante é a de número 11, e não a de número 5 no texto de Wray).

³⁴ Ou, por outra, “different types of assets satisfy the desire for liquidity in different degrees” (Keynes, 1937b: 111). No capítulo 17, imediatamente após explicitar a idéia de “escala de liquidez”, Keynes introduz a polêmica analogia entre a taxa de juros e o preço da terra. No capítulo 23 (VII: 258), sugere um gradiente de liquidez mais palatável (“*bank-money, debts at call, foreign money, jewellery and the precious metals generally, and so forth*”).

“more attached to the comparatively simple fundamental ideas which underlie my theory than to the particular forms in which I have embodied them” (1937b: 111).

A teoria da preferência pela liquidez é um exemplo de idéia (algo) simples e (muito) fundamental. Já o modo pelo qual Keynes reitera sua exposição original (1937a e b) é talvez evidência de um apego exagerado a “formas particulares” de incorporá-la ao discurso teórico.

O que poderia explicar um tal apego? Posso imaginar duas possibilidades não-excludentes. Ao identificar demanda por liquidez à demanda por dinheiro, Keynes resgata do esquecimento e dá consistência teórica aos velhos argumentos sobre o entesouramento esgrimidos pela legião de heterodoxos e excêntricos; ao mesmo tempo, dá novo fôlego à sua antiga e contundente crítica ao elogio da abstinência (Keynes, 1926; ver Skidelsky, 1992). Em outros termos, trata-se, mais uma vez, de *épater les bourgeois* e... os economistas “clássicos” obcecados com as virtudes da abstinência. Mas talvez haja mais do que consistência, pertinácia e bravura retórica. Talvez haja razões metodológicas de ordem mais profunda para isso. É o que procuro sugerir no próximo item.

III

Em economia, a busca de precisão pode ser um empreendimento perigoso (como bem sabia Keynes). Na tentativa de compreender a natureza da geração de riqueza e emprego, domesticar a passagem do tempo, segmentando-o em períodos contábeis, é um procedimento incontornável *mas* extremamente escorregadio (como bem sabia Hicks, que escreveu várias vezes – ver, por exemplo, Hicks, 1975 - sobre o assunto). Proposições sobre os determinantes das principais decisões econômicas (de aplicar capital, de produzir, de consumir...) e sobre os principais processos (como o processo kaleckiano de investimento, que contempla o intervalo entre encomenda e entrega dos equipamentos e o processo de multiplicação da renda) podem ser empregadas para explicar os valores agregados da renda e do emprego durante um período de tempo arbitrário (por exemplo, o ano de calendário das contas nacionais). Entretanto, a busca de precisão (e às vezes a preocupação com o encadeamento dinâmico de períodos contábeis) freqüentemente conduziu os economistas a definições *teóricas* do período macroeconômico. Nessas definições teóricas, prevalece *alguma* norma de equilíbrio. O “equilibrismo” é introduzido – nem sempre de forma explícita ou de forma suficientemente justificada – no discurso teórico.³⁵

Na *General Theory*, Keynes esforça-se para obter uma resposta *precisa* à determinação do nível de produto num dado período de tempo. Em sua abordagem, para determinar precisamente a renda, é necessário determinar precisamente o investimento – visto que é a *causa causans* (Keynes, 1937b) – e seus impactos sobre a renda. O período contábil é *definido teoricamente* como aquele necessário para que o multiplicador se esgote (Carvalho, 1996).³⁶ Mas o ponto central, do ponto de vista dos temas discutidos nesse artigo, diz respeito ao primeiro aspecto. O investimento agregado é apenas a somatória das decisões descentralizadas tomadas, durante um certo período de tempo, por um sub-conjunto dos proprietários de riqueza. Para determiná-lo de forma precisa no âmbito de um modelo teórico é provavelmente necessário adotar procedimentos simplificadores e equilibristas. Keynes simplifica a teoria ao excluir da cena o conjunto de instituições financeiras. Keynes adota procedimentos equilibristas ao determinar o investimento *agregado* como um dos efeitos colaterais de um “processo” ao cabo do qual, para o aplicador marginal, os valores atribuídos aos vários ativos são tais que seus retornos esperados (suas eficiências marginais) se equivalem (considerados os diferenciais de risco).³⁷

³⁵ Tomo o termo de empréstimo a Hicks (1975), mas definindo-o como o emprego da *hipótese* de que a economia (ou uma parte dela) está ou tende necessariamente ao equilíbrio. Macedo e Silva (1995) sugere que o emprego por Keynes, na *General Theory*, de procedimentos equilibristas pode ter contribuído para enredar a teoria macroeconômica num *equilibrium trap*, do qual emergiram, com naturalidade, o modelo IS-LM e a síntese neoclássica.

³⁶ Para uma discussão acerca dos problemas dinâmicos do multiplicador, ver Possas (1987).

³⁷ Para um aplicador qualquer, a igualdade entre as eficiências marginais dos vários ativos é certamente uma condição *suficiente* (mas talvez não-necessária) para que ele dê por concluído (num dado momento) seu processo decisório. Muito

Dentre os muitos exegetas da *General Theory*, poucos parecem dar-se conta da existência de um segundo *two-step process*, agora no âmbito da teoria mais ampla da aplicação de capital apresentada no capítulo 17.³⁸ Trata-se, na verdade, de um novo experimento conceitual, exposto e explorado de modo demasiadamente informal e vago por Keynes, primeiramente na *General Theory* e, depois, na “Teoria da taxa de juros”.

O ponto de partida está na existência, num dado momento, de um imenso e multifacetado – porém *dado* – estoque de ativos, herdado do passado. Parte desses ativos encontra-se de alguma forma distribuída entre os agentes *não-financeiros* (a restrição é importante). O primeiro passo consiste em supor que ocorram as operações de mercado e as flutuações de preços (alguns dos quais socialmente determinados nos mercados, ao passo que outros são preços individual e subjetivamente calculados) necessárias à obtenção de uma situação inicial de equilíbrio (*temporário*).³⁹ Nesse equilíbrio, os portfólios de cada agente estão compostos estritamente por ativos que o agente deseja (ou se conforma em) carregar. Fim do primeiro passo. Até aqui, não houve nem produção nem emissão de novos ativos (ou passivos). O sistema financeiro mantém-se, prudente e pudicamente, à distância. O interesse de Keynes nessa configuração inicial de preços relativos reside estritamente em dela extrair o volume de investimento agregado (ver abaixo).

É certamente um alívio haver fundamentação textual para uma idéia tão pouco intuitiva. No capítulo 17, após – finalmente – ter explicitado os atributos gerais dos ativos, Keynes especifica as condições⁴⁰ dessa situação inicial de equilíbrio:

“it is easy to see that the demand of wealth-owners will be directed to houses, to wheat or to money, according as $a_1 + q_1$ or $a_2 - c_2$ or I_3 is greatest. Thus in equilibrium the demand-prices of houses and wheat in terms of money will be such that there is nothing to choose in the way of advantage between the alternatives;—i.e. $a_1 + q_1$, $a_2 - c_2$ and I_3 will be equal” (VII: 227-228).

Em Keynes (1937a), a natureza desse primeiro passo é explicitada de forma ainda mais clara:

“The effort to obtain the best advantage from the possession of wealth will set up a tendency for capital assets to exchange, in equilibrium, at values proportionate to their marginal efficiencies in terms of a common unit. That is to say, if r is the money rate of interest (i.e. r is the marginal efficiency of money in terms of itself) and y is the marginal efficiency of a capital asset A in terms of money, then A will exchange in terms of money at a price such as to make $y = r$ ” (Keynes, 1937a, 102, ênfase minha).

Estabelecido esse equilíbrio inicial, pode-se dar o segundo passo, que consiste em examinar a conveniência de adquirir *novos* ativos instrumentais. Tampouco aqui é contemplada a *emissão* de *novos* ativos financeiros. Keynes restringe-se – porque seu intuito, afinal, é o de determinar o investimento, e

mais complicado é descrever o “processo” (entre aspas, pois não se trata da descrição de um processo “*in time*”, nos termos de Hicks, 1975) pelo qual o conjunto dos aplicadores chega a esse estado de satisfação provisória.

³⁸ Uma das referências mais importantes nesse sentido é, obviamente, Davidson (1972/1978 e 1994) que, porém, concentra-se (como Keynes) na determinação do investimento. A descrição mais geral da abordagem é, a meu ver, aquela proposta por Wray (1992), na qual o conjunto dos ativos (e passivos) dos agentes financeiros e não-financeiros é apresentado. Nesse artigo, Wray sugere um arcabouço extremamente interessante, que permite visualizar os efeitos das decisões individuais de aplicação de capital e da interação entre os agentes sobre preços e *quantidades* de ativos (financeiros e não-financeiros). Trata-se, noutros termos, de uma forma de aprofundar a proposição de Townshend (1937), segundo a qual a preferência pela liquidez é *um dos* elementos necessários à construção de uma teoria do valor keynesiana. Vale ressaltar que, para Townshend (como para Keynes; ver Wray, 2004), a preferência pela liquidez não é o único determinante do sistema de preços relativos.

³⁹ Esse primeiro passo presume, porém, um “passo” ainda anterior, e que consiste na avaliação dos ativos por parte de *cada* aplicador. Uma tentativa de explicitar essa dimensão *ex ante* da teoria de portfólio de Keynes encontra-se em Possas (1986). O tema foi retomado em Macedo e Silva (1995) e Dequech (2000).

⁴⁰ Para um caso simplificado, em que o retorno das casas resume-se a quase-rendas, o dos estoques de trigo aos custos de manutenção, o do dinheiro ao prêmio de liquidez.

não o de prover uma teoria geral do capital – à análise das decisões de investir na aquisição de ativos reprodutíveis:

“Now those assets of which the normal supply-price is less than the demand-price will be newly *produced*; and these will be those assets of which the marginal efficiency would be greater (on the basis of their normal supply-price) than the rate of interest (both being measured in the same standard of value whatever it is)” (VII: 228, ênfase minha).

Ou, alternativamente,

“If the demand price of our *capital asset A* thus determined is not less than its *replacement cost*, new investment in *A* will take place, the scale of such investment depending on the capacity available for the production of *A*, i.e., on its elasticity of supply, and on the rate at which *y*, its marginal efficiency, declines as the amount of investment in *A* increases. At a scale of new investment at which the marginal cost of producing *A* is equal to its demand price as above, we have a position of equilibrium. Thus the *price system*⁴¹ resulting from the relationships between the marginal efficiencies of different capital assets including money, measured in terms of a common unit, determines the aggregate rate of investment” (1937a: 102, ênfases minhas).

Resumamos o processo: no primeiro passo, o estoque de riqueza velha deve ser precificado e, eventualmente, transacionado (redistribuído) de tal forma a produzir a igualdade entre as eficiências marginais dos vários ativos.⁴² Se proprietários de ativos para os quais existe um mercado secundário – como ativos financeiros ou *commodities* – concluem que não vale mais a pena retê-los, tentarão desfazer-se deles; isso provocará a queda em seus preços *spot* necessária para promover sua redistribuição (ou para convencer esses proprietários de que a venda deixou de valer a pena). Para ativos como equipamentos de capital fixo, as operações de mercado tenderão a ser desprezíveis; o “ajuste” ocorrerá essencialmente por intermédio de variações em preços igualmente *spot*, mas nocionais e subjetivos; se um empresário retém um equipamento, mesmo “redundante”, em lugar de convertê-lo em sucata, é porque atribui a ele um valor presente (decorrente dos retornos esperados descontados por uma taxa adequada) superior ao seu *scrap value*.

No segundo passo, entram em cena os produtores de ativos instrumentais, cujos preços são no essencial determinados pelos custos de produção (VII: 294) e pela estrutura de mercado em que operam (VII: 245).⁴³ A condição necessária à ocorrência de novo investimento é que haja ativos instrumentais⁴⁴ cujos preços *spot* superem os preços dos novos equipamentos.⁴⁵ Abstraindo os diferenciais de risco, o investimento agregado será tal que os preços de demanda dos novos ativos igualem-se a seus preços de oferta⁴⁶ (o que equivale a dizer que a eficiência marginal do capital iguala “a” taxa de juros). O método

⁴¹ A menção a um “sistema de preços” faz pensar em Townshend e na proposição de que a “*theory of shifting equilibrium*” é uma “*theory of value and distribution*” (VII: 294).

⁴² Um detalhe importante: no artigo, Keynes (1937a: 101n) deixa claro que a análise “*implies a slightly different definition of marginal efficiency from that which I have given in my General Theory (p. 135), namely the substitution of ‘market value’ for ‘replacement cost’*”.

⁴³ Esses preços são *flow-supply prices* (como escreve Davidson), do ponto de vista do produtor, e custos de reposição, do ponto de vista do demandante.

⁴⁴ Ou ativos de “*consumption capital*”, se desejarmos incluir o investimento residencial (VII: 226).

⁴⁵ A contribuição de Davidson permite perceber que a precificação da riqueza velha é apenas uma base para a precificação da riqueza nova, por parte dos aplicadores potenciais. Estes deverão tomar em conta tanto o tempo – cuja importância é sublinhada em vários momentos por Kalecki – entre encomenda e entrega dos ativos (tempo que depende do período de produção e durante o qual há retornos que deixam de ser ganhos) quanto as possíveis diferenças (potencialmente importantes, no caso de equipamentos de capital fixo) decorrentes do progresso técnico.

⁴⁶ Numa abordagem mais dinâmica, como a sugerida por Townshend (1937: 169), “*there is in the real world no ‘long run’ in which, e.g., perfect competition, where it may be supposed to exist in production, actually equates cost and supply-price at the margin: for the forces of competition are perpetually chasing the shifting relevant price-levels*”.

expositivo empregado por Keynes permite-lhe assim determinar de forma precisa o investimento agregado e “a” taxa de juros em um dado período (e com eles o produto e o emprego agregados).

Entre o *Treatise* e a *General Theory*, Keynes teve uma “revelação”, ao ousar dar-se conta da possibilidade de algo que mesmo a maioria dos keynesianos (para não falar em monetaristas e novos clássicos) jamais seria capaz de aceitar. Refiro-me à visão de uma economia capitalista em que inexistem mecanismos “naturalmente” destinados a promover o pleno-emprego; à visão de uma economia em que instituições como contratos, dinheiro e Estado têm um papel central na reprodução social; à visão de uma economia em que, pelo menos na ausência de vontade política nutrida por uma teoria efetivamente geral sobre a operação do sistema econômico, a interação entre instituições e forças de mercado (dadas outras propriedades estruturais do sistema) pode lograr uma certa estabilidade, mas precária e sub-ótima.

É necessário distinguir o espírito da letra, a “epifania” da forma como ela é expressa em palavras destinadas a converter não-iniciados. Os “dois passos” acima descritos contêm um fragmento da *visão* e apenas partes de uma *teoria* mais ampla e *geral*. São apenas um *modelo* (literário) parcial e particular.

O modelo parte de uma proposição de todo razoável. A cada item da riqueza velha deve ser atribuído um valor (e em certos casos um preço de mercado), sem o que é logicamente impossível iniciar o processo de aplicação de capital numa economia em que os ativos de capital são duráveis e, portanto, constituem um elo entre o presente e o futuro (VII: 146). Parece razoável, na elaboração de um modelo, distinguir o momento da precificação da riqueza velha do momento em que decisões relativas à criação de nova riqueza são tomadas. Não há, porém, nenhuma necessidade *lógica ou teórica* de excluir crédito e instituições financeiras de qualquer um desses momentos. Pelo contrário. Como o próprio Keynes mostra no *Treatise*, os agentes financeiros intervêm a todo momento na determinação dos preços dos ativos financeiros: emitem, a todo momento, passivos com os quais adquirem passivos emitidos (na forma de títulos ou de empréstimos) por outros agentes, no passado ou no período corrente. Em consequência, a oferta de meios de pagamento só estará constante por acaso. Ou, alternativamente, *por hipótese*, adotada para tornar *viável* uma exposição simples e precisa da determinação do investimento e da renda agregados.⁴⁷

Como procurei mostrar no início do artigo, Keynes escrutina, cuidadosamente, as convergências e divergências da nova obra em relação ao *Treatise*. Não há qualquer indicação na *General Theory* (como tampouco nos artigos posteriores a ela) de que houvesse mudado de idéia em relação ao tema da elasticidade da oferta de meios de pagamento. No *Treatise*, essa elasticidade é vista como um objeto do qual não se pode dizer muito num plano teórico mais abstrato; ela depende dos instrumentos de política monetária e de seu emprego pelos bancos centrais, como das convenções e das estratégias que regem o comportamento das instituições financeiras. Pode-se discutir se essa abordagem mais “casual” é compatível com a centralidade do tema da exogeneidade/endogeneidade da moeda (tendo a acreditar que sim, e creio que Wray, 1990 e Carvalho, 1992, vão na mesma direção). Apenas ressalto a ausência de evidência conclusiva de que Keynes tenha abandonado essa abordagem na *General Theory*.

Então, por que supõe, nessa última obra, uma quantidade de moeda dada ou sob controle das autoridades monetárias? No *Treatise*, Keynes não dispunha de instrumental que lhe tornasse possível dizer *com precisão* de que forma evoluiriam investimento e produto nos casos em que a taxa de juros desviasse de seu valor natural. Na *General Theory*, Keynes talvez não dispusesse de instrumental que lhe tornasse possível dizer *com precisão* de que forma investimento e produto seriam determinados

⁴⁷ Uma interpretação bem distinta pode ser encontrada em Chase (1994). Para ele, o tratamento da preferência pela liquidez no *Treatise* seria *microeconômico* e calçado em fluxos transacionais; já na *Teoria Geral* seria *macroeconômico* e capaz de incorporar considerações relacionadas ao estoque de moeda (e por conseguinte à demanda por ela como reserva de valor). Chase parece supor que a pluralidade de taxas de juros e a presença das instituições financeiras, características do *Treatise*, estariam de alguma forma intrinsecamente vinculadas a esse tratamento *microeconômico* e à hipótese de uma taxa de juros natural determinada pelas forças da produtividade e da abstinência.

num ambiente em que a interação entre Banco Central, instituições financeiras e agentes não-financeiros pode suscitar mudanças importantes, a qualquer momento, nos preços e nas quantidades de ativos financeiros.⁴⁸ (Isso requereria, incidentalmente, a elaboração de um modelo “*stock-flow consistent*” da aplicação de capital. Ver dos Santos, 2006.) O desejo de apresentar um modelo preciso pode ser a explicação para a omissão dos “detalhes monetários” que condicionam a elasticidade do crédito. Além disso, pode ter pesado, novamente, a possibilidade de confrontar a ortodoxia com seus próprios instrumentos, agora na análise dos efeitos de uma variação exógena na quantidade de moeda. Isso é o que faz Keynes quando, no capítulo 21, sugere um “*generalised statement of the Quantity Theory of Money*” e descarta a tese de que “*any increase in the quantity of money is inflationary*” (VII: 304-5).

Como afirma Keynes no capítulo 18, a propósito do “*re-statement*” de sua teoria, a construção e o emprego do que denomina “*schematism*” é indispensável para oferecer à nossa “intuição prática (...) um material menos intratável sobre o qual trabalhar” (VII: 249). Porém, como ressalta em outro trecho, “The object of our analysis is, not to provide a machine, or method of blind manipulation, which will furnish an infallible answer, but to provide ourselves with an organised and orderly method of thinking out particular problems; and, after we have reached a provisional conclusion by isolating the complicating factors one by one, we then have to go back on ourselves and allow, as well as we can, for the probable interactions of the factors amongst themselves. This is the nature of economic thinking” (VII: 297).

O modelo minimalista contido na *General Theory* (exposto, grosso modo, nos capítulos 11-17) e acima discutido é um “*schematism*” (ou um modelo) *parcial* (ou talvez fosse melhor dizer *estático*), no sentido de ter um objetivo limitado, que é o de extrair de uma teoria (simplificada) do portfólio o investimento e com ele determinar renda e emprego num *dado* período macroeconômico.⁴⁹ Nesse modelo, o objetivo parcial é atingido mediante hipóteses simplificadoras *particulares*, na acepção que Keynes empresta ao termo ao criticar a “teoria clássica”. Para não expor o leitor ao risco de “*lose sight of the complexities and interdependencies of the real world*” (VII: 298), teria sido necessário explicitar de forma mais clara a natureza do experimento conceitual para depois desdobrar o modelo no sentido de explorar ao menos algumas das “*probable interactions of the factors amongst themselves*”.⁵⁰ Os exercícios dinâmicos dos capítulos 19 (“de todo admirável”, como escreve Hicks, 1936: 94) e 22 da *General Theory* transcendem o modelo, mas tampouco incorporam adequadamente as instituições financeiras. A série de artigos sobre *finance* e *funding* traz de volta ao palco as instituições financeiras, mas... carece de dinâmica.⁵¹

Numa suma, a teoria de Keynes contém o modelo simplificado de composição do portfólio da *General Theory*, mas não é idêntica a ele. O *modelo* é um componente heurístico de uma *teoria* ainda mais *geral*. Para recuperá-la – e aperfeiçoá-la – é necessário transcender o modelo, demolindo as restrições sob as quais foi construído. E, para isso, não há começo melhor do que resgatar do *Treatise*

⁴⁸ E assim talvez se possa dizer, parafraseando Hicks (1936: 94), que Keynes deixou, “impedido pelo seu próprio método” (de modelagem), de incorporar de forma efetiva os personagens do sistema financeiro.

⁴⁹ Nos termos de Hicks (1985: 59-60), trata-se de um “*restricted equilibrium (...) taking [the] period by itself*”. Para Hicks, “[a]s long as the period is taken *by itself*, it cannot be treated as a stage in a process. So the model cannot be used as the ‘single-period’ theory of a dynamic analysis, to which a theory of continuation, into subsequent periods, is to be joined”

⁵⁰ Sem isso, o “*schematism*” torna-se demasiadamente semelhante (embora, é claro, não idêntico) a descrições como a provida por Hicks (1937). Convém lembrar que tampouco Hicks entende seu “*little apparatus*” como uma “máquina” e um “método de manipulação cega”. Além de admitir a possibilidade de uma oferta de moeda parcialmente endógena, Hicks (1937: 158) conclui o texto explicitando as restrições sob as quais seu modelo foi construído, entre as quais a abstração de “*all sorts of questions about the timing of the processes under consideration*”.

⁵¹ Nessa série de artigos, Keynes em nenhum momento recorre ao modelo simplificado de portfólio empregado na *General Theory* e em Keynes (1937a e 1937b). Isso reforça minha suspeita de que, para Keynes, o crédito simplesmente “não cabe” nos limites desse modelo.

(como propõem Davidson, Minsky e Kregel) elementos imprescindíveis à construção de uma teoria de uma economia monetária em que as instituições financeiras estão presentes de corpo e alma e que se aproxime um pouco mais da visão de uma economia cujo estado “natural” é o de “*shifting disequilibrium*”.

IV

Meu objetivo nesse texto foi explicitar e interpretar algumas das hipóteses simplificadoras adotadas por Keynes para explicar, na *General Theory*, a preferência pela liquidez, a taxa de juros, a decisão de aplicar e o volume de investimento. Procurei mostrar que, na passagem do *Treatise* para a *General Theory*, o extravio de certos detalhes monetários e a omissão de elementos centrais na operação de uma economia monetária obedecem à decisão de Keynes de apresentar um modelo relativamente simples para a determinação da renda e do emprego de equilíbrio. Para enfrentar os intrincados problemas da decisão individual de aplicar e da determinação do investimento agregado, Keynes empregou o mesmo método – simples e algo brutal – de Alexandre para desatar o nó górdio. Alexandre, porém, destruiu o nó; Keynes legou aos pósteros um emaranhado conceitual que vem ocupando gerações de exegetas e batalhões de teóricos (para não falar nas legiões de professores de macroeconomia e nas multidões de alunos).⁵² A meu ver, a presença e a interação complexa de agentes não-financeiros, agentes financeiros privados e Banco Central (para não mencionar agentes privados não-residentes e bancos centrais estrangeiros) jamais pode ser abstraída com segurança no estudo da economia capitalista. Felizmente, os escritos de Keynes *antes e depois* da *General Theory* oferecem pistas importantes para trazer de volta esses agentes à “paisagem social” que devemos descrever em nossas teorias e modelos.

BIBLIOGRAFIA

- AMADEO SWAELEN, E. J. (1989). *Keynes's Principle of Effective Demand*. Aldershot: Elgar.
- BIBOW, J. (2005). Liquidity Preference Theory Revisited—To Ditch or to Build on It? Levy Institute: *Working Paper* 427.
- CARVALHO, F. C. (1992). *Mr. Keynes and the Post Keynesians - Principles of Macroeconomics for a Monetary Production Economy*. Aldershot: Elgar.
- CARVALHO, F. C. (1996). Sorting out the issues: the two debates on Keynes' finance motive revisited. *RBE*, 50 (3), julho/set, 1996.
- CHASE, R. X. (1994). The “fatal flaw” of classical economics: aspects of Keynes's evolution from *The Treatise* to *The General Theory*. *Journal of Economic Issues*, XXVIII (3), September.
- DAVIDSON, P. (1972/1978). *Money and the Real World*. 2ªed., London: Macmillan, 1978.
- DAVIDSON, P. (1994). *Post Keynesian Macroeconomic theory – a foundation for successful economic policies for the twenty-first century*. Aldershot: Elgar.
- DEQUECH, D. (2000). Asset choice, liquidity preference, and rationality under uncertainty. *Journal of Economic Issues*, XXXIV (1), March.
- DOS SANTOS, C. H. (2006). Keynesian theorising during hard times: stock-flow consistent models as an unexplored ‘frontier’ of Keynesian macroeconomics. *Cambridge Journal of Economics*, 30 (4).
- ERTURK, K. A. (2006). Asset price bubbles, liquidity preference and the business cycle. *Metroeconomica* 57 (2).
- HANSEN, A. (1953). *A guide to Keynes*. New York: McGraw-Hill.
- HICKS, J. R. (1935). Mr. Keynes's theory of employment. *In* Hicks (1982).

⁵² Um pouco mais de clareza poderia ter abreviado – ou tornado mais produtivas – um grande número de controvérsias, como as relativas ao caráter *bootstrap* da taxa de juros, à contraposição entre preferência pela liquidez e *loanable funds*, à crítica da preferência pela liquidez pelos horizontalistas, à natureza das relações entre preferência pela liquidez, crédito, *finance* e *funding*...

- HICKS, J. R. (1937). Mr. Keynes and the Classics. *In Hicks (1982)*.
- HICKS, J. (1975). Time in Economics. *In Hicks (1982)*.
- HICKS, J. (1982). *Money, Interest and Wages* Collected Essays on Economic Theory. Vol. II. Oxford: Basil Blackwell.
- HICKS, J. (1985). *Methods of dynamic economics*. Oxford: Clarendon Press.
- KAHN, R. (1954). Some notes on liquidity preference. *Selected Essays on Employment and Growth*. Cambridge: University Cambridge Press, 1972.
- KAHN, R. F. (1984) - *The Making of Keynes' General Theory*. Cambridge: Cambridge University Press.
- KEYNES, J. M. *The collected writings of J. M. Keynes*. Moggridge, D. E. (org). London: Macmillan.
- KEYNES, J. M. (1923). *A Tract on Monetary Reform*. CW IV.
- KEYNES, J. M. (1930). *A Treatise on Money*. CW V e VI.
- KEYNES, J. M. (1934). A monetary theory of production. CW XIII.
- KEYNES, J. M. (1936). *The General Theory of Employment, Interest and Money*. CW VII.
- KEYNES, J. M. (1937a). The theory of the rate of interest. CW XIV.
- KEYNES, J. M. (1937b). The general theory of employment. CW XIV.
- KEYNES, J. M. (1937c). Alternative Theories of the Rate of Interest. CW XIV.
- KEYNES, J. M. (1937d). The 'ex ante' theory of the rate of interest. CW XIV.
- KEYNES, J. M. (1938). Mr. Keynes on 'finance'. CW XIV.
- KEYNES, J. M. (1939). The process of Capital Formation. CW XIV.
- KREGEL, J. A. (1976). Economic methodology in the face of uncertainty: the modeling methods of Keynes and the Post-Keynesians. *The Economic Journal*, 86, June.
- KREGEL, J. A. (1987). The Changing Place of Money in Keynes's Theory From the Treatise to the General Theory. *In* Marrama, G. G. & Marzano, F. (eds). *Keynesian Theory, Planning Models and Quantitative Economics: Essays in Memory of Vittorio Marrama*. Vol. I. Milano: Giuffrè Editore.
- KREGEL, J. A. (1988). The multiplier and liquidity preference; two sides of the theory of effective demand. *In* Barrère, A. (ed.). *The Foundation of Keynesian Analysis*. New York: St Martin's Press.
- KREGEL, J. A. (1993). Keynesian stabilization policy and post war economic performance. *In* Szirmai, A., Van Ark, B., Pilat, D. (eds.). *Explaining economic growth – essays in honour of Angus Maddison*. Amsterdam: North-Holland.
- KREGEL, J. A. (1997). The theory of value, expectations and chapter 17 of The General Theory. *In* HARCOURT & RIACH (1997). *A 'second edition' of The General Theory*. London: Routledge.
- MACEDO E SILVA, A. C. (1995). A Economia de Keynes e a "armadilha do equilíbrio". *Economia e Sociedade*, 5, 1995.
- MACEDO E SILVA, A. C. (2002). O homo economicus, o tempo da economia e a lei dos mercados: um outro fio da meada. *Revista da Sociedade Brasileira de Economia Política* 10, junho.
- MINSKY, H. P. (1975). *John Maynard Keynes*. New York: Columbia University Press.
- MOORE, B. (1988). Horizontalistas and verticalists: the macroeconomics of credit money. Cambridge: Cambridge.
- POSSAS, M. L. (1986). Para uma releitura teórica da *Teoria Geral*. *Pesquisa e Planejamento Econômico*, 16 (2), agosto.
- POSSAS, M. L. (1987). *Dinâmica da Economia Capitalista: uma abordagem teórica*. São Paulo: Brasiliense.
- SHACKLE, G. L. S. (1967). *The years of high theory*. Cambridge: Cambridge University Press.
- SKIDELSKY, R. (1992). *John Maynard Keynes - The Economist as Saviour (1920-1937)*. London: Macmillan.
- SOWELL, T. (1972). *Say's Law: an Historical Analysis*. Princeton: Princeton University Press.

- TOWNSHEND, H. (1937). Liquidity-Premium and the Theory of Value. *Economic Journal*, March.
- WRAY, R. L. (2006). Keynes's approach to money: as assessment after 70 years. Levy Institute: Working Paper 438.
- WRAY, R. L. (1990). *Money and Credit in Capitalist Economies - the endogenous money approach*. Aldershot: Elgar.
- WRAY, R. L. (1992). Alternative theories of the rate of interest. *Cambridge Economic Journal*, 16.
- WRAY, R. L. (2004). When are interest rates exogenous? *CFEPS Working Paper* 30.